

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. Oczekujemy, że wydźwięk komunikatu i konferencji po posiedzeniu wskaże na dalszą zmianę nastawienia EBC w kierunku neutralnego. Uważamy, że w komunikacie pojawi się informacja o odnotowanej poprawie perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, która zdaniem EBC będzie miała pozytywny wpływ na inflację. Prawdopodobnie EBC zdecyduje się również na zmianę treści komunikatu po posiedzeniu, usuwając fragment o możliwości ewentualnego zwiększenia miesięcznej skali skupu aktywów w ramach programu luzowania ilościowego. Jednocześnie M. Draghi zaznaczy, że polityka pieniężna EBC pozostanie łagodna jeszcze przez długi czas. Uważamy, że publikacja komunikatu i wydźwięk konferencji po posiedzeniu będą oddziaływały w kierunku lekkiego osłabienia kursu złotego i spadku cen polskiego długu.
- **W tym tygodniu poznamy również istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że kontynuację ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości potwierdzą dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1170 tys. w czerwcu wobec 1092 tys. w maju) oraz pozwoleń na budowę (1220 tys. wobec 1168 tys.). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Prognozujemy, że indeks Philadelphia FED zwiększył się do 30,0 pkt. w lipcu wobec 27,6 pkt. w czerwcu, a indeks NY Empire State obniżył się do 16,0 pkt. w lipcu wobec 19,8 pkt. w czerwcu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszy się do 18,0 pkt. w lipcu wobec 18,6 pkt. w czerwcu.
- **We wtorek poznamy czerwcowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się do 4,3% r/r z 4,5% w maju. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się w czerwcu do 4,9% r/r wobec 5,4% w maju. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w II kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **W środę opublikowane zostaną dane produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 4,3% r/r w czerwcu wobec 9,1% w maju. Z kolei tempo wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej obniżyło się naszym zdaniem do 6,7% r/r w czerwcu wobec 8,4% w maju. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu obu wskaźników oddziaływały przede wszystkim niekorzystne efekty kalendarzowe. Jeśli dynamiki produkcji i sprzedaży ukształtują się na prognozowanych przez nas poziomach, będzie to potwierdzenie oczekiwanego przez nas spowolnienia wzrostu gospodarczego w I kw. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Dzisiaj opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. zwiększyło się do 1,7% kw/kw z 1,3% w I kw. (6,9% r/r wobec 6,9% w I kw.). Pozostałe dane miesięczne wskazały na przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej w czerwcu. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 7,6% r/r w czerwcu wobec 6,5% w maju, sprzedaż detaliczna wzrosła o 11,0% r/r wobec 10,7%, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się w stosunku do maja i wyniosła 8,6% r/r. Opublikowane dzisiaj dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w Chinach (6,7% w 2017r.). Uważamy, że dobre dane z Chin będą oddziaływały w kierunku poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu i wzrostu apetytu na ryzyko, a tym samym umocnienia walut rynków wschodzących, w tym złotego.

W zeszłym tygodniu

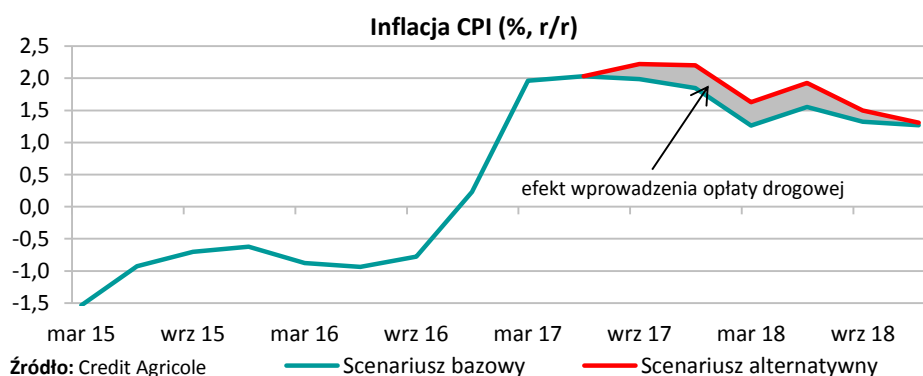
- **W ubiegłym tygodniu prezes FED J. Yellen przedstawiła półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** W swoich wypowiedziach zwróciła uwagę na pogorszenie perspektyw inflacji w USA, które sugeruje ostrożność w dalszej normalizacji polityki monetarnej FED. Zaznaczyła jednak, że w jej ocenie spadek inflacji częściowo wynika z czynników przejściowych i jest zbyt wcześnie by oczekiwać, że nie osiągnie ona celu inflacyjnego w średnim okresie. J. Yellen podkreśliła jednocześnie, że FED jest gotowy dostosować swoją politykę, w sytuacji w której istniałoby wysokie prawdopodobieństwo, że inflacja trwale będzie się kształtowała poniżej celu inflacyjnego (2,0%). Tym samym uważamy, że w przypadku braku sygnałów świadczących o poprawie perspektyw dla inflacji bazowej, zakładane przez nas 3 podwyżki stóp procentowych w 2018 r., sygnalizowane również przez medianę oczekiwań członków FOMC w czerwcowej projekcji ekonomicznej FED (por. MAKROmapa z 19.06.2017) mogą nie nastąpić. Wypowiedzi J. Yellen nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie ograniczanie swojego bilansu we wrześniu br. oraz podniesie stopy procentowe o 25 pb w grudniu br.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z realnej sfery gospodarki USA oraz wyniki badań koniunktury.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w czerwcu do 0,4% m/m wobec 0,1% w maju. W kierunku jej wzrostu oddziaływała wyższa dynamika produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny efekt miało niższe tempo wzrostu produkcji w górnictwie oraz dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w czerwcu do 76,6% wobec 76,4% w maju. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w czerwcu o 0,2% m/m wobec spadku o 0,1% w maju. Bez uwzględnienia samochodów, sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w czerwcu o 0,2% wobec spadku o 0,3% w maju. Na pogorszenie nastrojów konsumenckich wskazał wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lipcu do 93,1 pkt. wobec 95,1 pkt. w czerwcu. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zwiększy się w II kw. do 3,5% wobec 1,4% w I kw.
- **Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w czerwcu do 1,5% r/r wobec 1,9% w maju.** Spadek inflacji (o 0,4 pp.) wynikał z niższej dynamiki cen w kategorii "transport". Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia tempa wzrostu cen w tej kategorii były niższe ceny paliw (por. MAKROpuls z 11.07.2017). Inflacja bazowa w czerwcu nie zmieniła się w porównaniu do maja i wyniosła 0,8% r/r. Dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w kolejnych dwóch kwartałach inflacja w Polsce będzie się kształtowała na poziomie ok. 1,9% - 2,0% r/r. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji jest jednak zapowiedziane przez Rząd wprowadzenie nowej opłaty drogowej (patrz poniżej).
- **Deficyt na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększył się w maju do 179 mln EUR z 160 mln EUR w kwietniu.** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 411 mln EUR i 35 mln EUR niższe niż w kwietniu), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe salda usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 218 mln EUR i 209 mln EUR wyższe niż w kwietniu). Dynamika eksportu zwiększyła się w maju do 14,5% r/r wobec 1,4% w kwietniu, a dynamika importu wzrosła do 19,1% r/r wobec 3,3%. Wyższe tempo wzrostu importu oraz eksportu wynikało przede wszystkim z oddziaływania efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Prognozujemy, że relacja skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały do PKB zmniejszy się w II kw. do -0,1% wobec 0,1% w I

kw.

- ✔ **Nadwyżka niemieckiego handlu zagranicznego zwiększyła się w maju do 20,3 mld EUR wobec 19,8 mld w kwietniu.** Jednocześnie dynamika eksportu zwiększyła się w maju do 1,4% m/m wobec 0,9% w kwietniu, a dynamika importu nie zmieniła się w porównaniu do kwietnia i wyniosła 1,2%. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech w II kw. nie zmieniło się w porównaniu do I kw. i wyniosło 0,6%.
- ✔ **Saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się w czerwcu do 42,8 mld USD wobec 40,8 mld USD w maju.** Jednocześnie dynamika eksportu odnotowała w czerwcu wzrost do 11,3% r/r wobec 8,7% w maju, a dynamika importu zwiększyła się do 17,2% z 14,8%. Wyższe tempo wzrostu importu od eksportu odzwierciedla zmieniającą się strukturę wzrostu PKB w Chinach, który w coraz większym stopniu opiera się na spożyciu ogółem, a znaczenie inwestycji obniża się. Relatywnie wysokie na tle historycznym tempo wzrostu chińskiego importu i eksportu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza ożywienia w światowym handlu.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu Sejm uchwalił zmiany w funkcjonowaniu Krajowej Rady Sądownictwa (KRS) i ustroju sądów powszechnych.** Ustawy zostały bez poprawek przyjęte przez Senat i zostały skierowane do podpisu przez Prezydenta. Uchwalone zmiany zakładają m.in. powstanie w KRS dwóch izb oraz wygaszenie, po 30 dniach od wejścia noweli w życie, kadencji jej obecnych członków (sędziów). Nowi członkowie Rady będą wybierani przez Sejm na czteroletnią kadencję. Dotychczas członkowie KRS byli wybierani przez środowiska sędziowskie. Nowelizacja przewiduje również odstąpienie od zasady powoływania prezesów sądów rejonowych przez prezesa sądu apelacyjnego z zastosowaniem procedury opiniowania kandydata przez zgromadzenie ogólne sędziów na rzecz powołania ich przez ministra sprawiedliwości. Zmiany sposobu wyboru członków KRS oraz prezesów sądów apelacyjnych i okręgowych stwarzają ryzyko utraty niezależności władzy sądowniczej od ustawodawczej i wykonawczej. W reakcji na uchwalone zmiany szef Komisji Europejskiej Jean-Claude Juncker zapowiedział, że w tym tygodniu Komisja będzie dyskutowała na temat procedury ochrony praworządności w Polsce. Uważamy, że w reakcji na wprowadzane zmiany w funkcjonowaniu wymiaru sprawiedliwości w krótkim okresie KE nie podejmie działań, które mogłyby mieć istotny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, kształtowanie się kursu złotego oraz cen polskiego długu. Brak reakcji rynkowej na uchwalone ustawy może sygnalizować, że inwestorzy nie postrzegają ich jako istotnego zagrożenia dla klimatu inwestycyjnego w Polsce, a reakcję KE oraz protesty opozycji wobec zmian traktują jako kolejną odsłonę sporu politycznego w Polsce. Uchwalone ustawy są naszym zdaniem lekko negatywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski, jednak najprawdopodobniej nie doprowadzą one do zmian ratingu Polski przez główne agencje. Po pierwsze, ubiegłotygodniowe zmiany zostaną uwzględnione we wskaźnikach praworządności dla Polski – a tym samym przy ocenie ratingu – z dużym opóźnieniem. Po drugie, agencje wskażą najprawdopodobniej na ich trudny do oszacowania wpływ na klimat inwestycyjny w Polsce. Dostrzegamy jednak ryzyko, że przy najbliższej ocenie Standard & Poor's ponownie zmieni perspektywę ratingu Polski na negatywną. Naszą ocenę wspiera opublikowana w dzisiejszym Dzienniku Gazeta Prawna wypowiedź F. Winnekensa, analityka agencji odpowiedzialnego za ocenę wiarygodności kredytowej Polski, który zaznaczył, iż zaproponowane zmiany stanowią dalsze potwierdzenie wcześniejszej opinii agencji dotyczącej osłabienia sfery instytucjonalnej oraz pogorszenia funkcjonowania mechanizmów wzajemnej kontroli i równowagi, co miało wpływ na obniżenie ratingu Polski w styczniu 2016 r.

Opłata drogowa zmniejszy siłę nabywczą konsumentów o ponad 4 mld zł

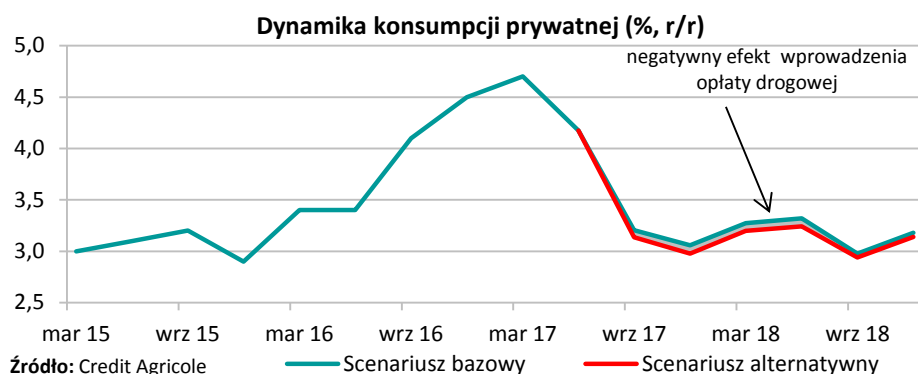
Obecnie trwają w Sejmie prace nad utworzeniem tzw. Funduszu Dróg Samorządowych (FDS). Zadaniem FDS będzie dofinansowanie budowy i przebudowy dróg powiatowych i gminnych oraz mostów w ciągu dróg wojewódzkich. Zgodnie z uzasadnieniem do projektu ustawy, wejście jej w życie będzie miało pozytywny wpływ na rozwój regionalny poprzez poprawę dostępności infrastruktury komunikacyjnej i tym samym warunków prowadzenia działalności gospodarczej. FDS będzie działał na analogicznych zasadach jak Krajowy Fundusz Drogowy. Głównym źródłem finansowania FDS będzie tzw. opłata drogowa, polegająca na wprowadzeniu stawki 20 gr pobieranej za litr paliw silnikowych oraz gazu, wykorzystywanych do napędu silników spalinowych. Zgodnie z szacunkami rządu ustalenie takiej opłaty powinno zapewnić wpływy na poziomie ok. 4-5 mld zł rocznie. Dla porównania, stanowią one jedną piątą wydatków z budżetu państwa związaną z funkcjonowaniem programu Rodzina 500+ (24-25 mld zł w 2018 r.) i połowę kosztów wynikających z obniżenia wieku emerytalnego (10,2 mld zł w 2018 r.). Przychody z opłaty drogowej zostaną podzielone po połowie jako przychody FDS i Krajowego Funduszu Drogowego. W poniższej analizie przedstawiamy oczekiwany przez nas wpływ wprowadzenia opłaty drogowej na kształtowanie się wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce. Rozważamy dwa scenariusze: scenariusz bazowy, zgodny z naszą kwartalną prognozą makroekonomiczną (MAKROMapa z 12.06.2017) oraz scenariusz alternatywny, uwzględniający efekty wprowadzenia opłaty drogowej.



Na potrzeby naszej analizy założyliśmy, że przedstawione powyżej zmiany wejdą w życie od sierpnia br. Zakładamy, że opłata drogowa zostanie w całości przerzucona na konsumentów poprzez podwyżkę cen paliw. Biorąc pod uwagę, że do przedstawionej w projekcie ustawy stawki należy doliczyć VAT, opłata drogowa zwiększa cenę litra

każdego rodzaju paliwa (benzyna, olej napędowy, gaz) o ok. 25 gr. Przy bieżącym poziomie cen paliw oraz przyjmując strukturę ich spożycia zgodnie z koszykiem inflacyjnym, oznacza to efektywną podwyżkę cen paliw o ok. 6%. Koszt paliw do prywatnych środków transportu stanowił w ub. r. 4,83% wszystkich wydatków gospodarstw domowych. Tym samym bezpośredni impuls inflacyjny wynikający z wprowadzenia opłaty drogowej zmaterializuje się jako wzrost dynamiki cen ogółem o 0,3 pkt. proc. w horyzoncie 12 miesięcy od przyjęcia ustawy w porównaniu do scenariusza bazowego. Należy jednak pamiętać, że wzrost cen paliw przyczynia się do zwiększenia wydatków gospodarstw domowych nie tylko w sposób bezpośredni, ale powoduje on również wzrost kosztów działalności przedsiębiorstw (m.in. poprzez wzrost kosztów transportu). Te koszty zostają w dużej mierze przerzucone na konsumenta w finalnych cenach usług i towarów. W celu oszacowania całkowitych efektów cenowych wprowadzenia opłaty drogowej posłużyliśmy się naszym wielorównaniowym modelem ekonometrycznym, na podstawie którego przygotowujemy nasze prognozy kwartalne. Wspomniane powyżej zależności zostały w nim uwzględnione w równaniu opisującym inflację bazową (jedną ze zmiennych ją objaśniających jest opóźniona o jeden kwartał dynamika cen paliw). Na podstawie naszych symulacji, pośrednie efekty wprowadzenia opłaty drogowej przyczynią się do podniesienia ścieżki inflacji bazowej o ok. 0,1 pkt. w porównaniu do scenariusza bazowego. W rezultacie, łączny wpływ efektów bezpośrednich i pośrednich przyczyni się do zwiększenia tempa wzrostu cen ogółem o ok. 0,4 pkt. proc. w horyzoncie jednego roku od uchwalenia w porównaniu do scenariusza bazowego. Wtórne efekty

cenowe związane z waloryzacją stawki opłaty drogowej w kolejnych latach (o wskaźnik inflacji) będą miały zaniedbywalny wpływ na tempo wzrostu cen w Polsce.

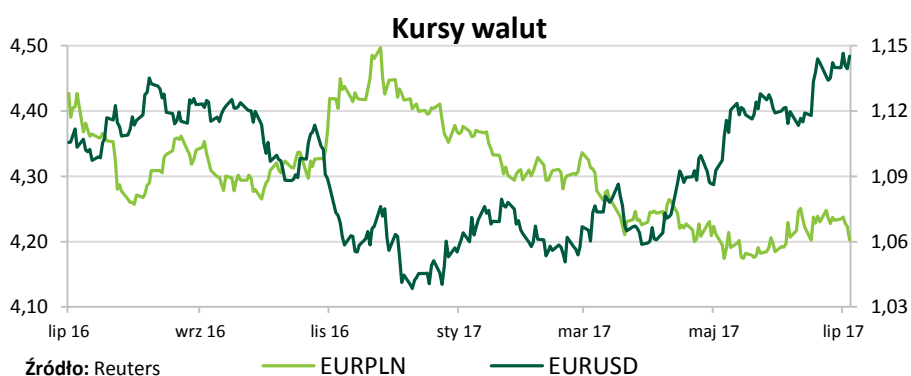


Wyższe ceny paliw oddziałują nie tylko w kierunku wzrostu inflacji, ale mają również wpływ na realną sferę gospodarki. Zarysowany powyżej wzrost cen przyczyni się – przy pozostałych warunkach niezmiennych – do spadku realnych wynagrodzeń, a w konsekwencji również zmniejszenia siły nabywczej gospodarstw domowych o 0,4%, czyli ok. 4,5 mld

zł. Wyniki symulacji z wykorzystaniem naszego modelu kwartalnego wskazują, że rzeczywisty spadek konsumpcji będzie mniejszy niż wynikałoby to z bezpośredniego uwzględnienia przedstawionego powyżej impulsu inflacyjnego. Po pierwsze, wzrost cen przyczyni się do nasilenia presji płacowej, co będzie oddziaływało w kierunku zwiększenia nominalnej dynamiki wynagrodzeń o ok. 0,1 pkt. proc. w porównaniu do scenariusza bazowego. Tym samym realna dynamika wynagrodzeń obniży się tylko o 0,3 pkt. proc. w horyzoncie roku od wprowadzenia opłaty. Po drugie, zmiany płac nie przekładają się w stosunku jeden do jednego na zmiany spożycia prywatnego. Zgodnie z teorią ekonomii, gospodarstwa domowe dążą do wyrównania poziomu swojej konsumpcji w czasie. Negatywne szoki dochodowe są przez nie łagodzone poprzez korzystanie ze zgromadzonych oszczędności lub zaciąganie kredytów. Takie zachowanie konsumentów jest uwzględnione w strukturze naszego modelu. W rezultacie, biorąc pod uwagę wzrost nominalnych wynagrodzeń oraz mechanizm wygładzania spożycia prywatnego, wprowadzenie opłaty drogowej przyczyni się do spadku realnej dynamiki konsumpcji prywatnej o 0,1 pkt. w horyzoncie jednego roku. Oznacza to, że realne spożycie prywatne obniży się o ok. 1,1 mld zł w porównaniu do scenariusza bazowego.

Wprowadzenie opłaty drogowej oddziałuje w kierunku podniesienia ścieżki inflacji przedstawionej w naszej czerwcowej prognozie, zgodnie z którą w II poł. br. tempo wzrostu cen w Polsce będzie się kształtować na poziomie ok. 1,9% - 2,0% r/r. Jednocześnie opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o czerwcowej inflacji (por. MAKROpuls z 11.07.2017) stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy. Uważamy, że wypadkowa tych dwóch czynników będzie neutralna dla naszej prognozy inflacji przedstawionej w scenariuszu bazowym. W rezultacie negatywny wpływ impulsu inflacyjnego na realną dynamikę spożycia prywatnego będzie zaniedbywalny. Głównym czynnikiem ryzyka dla przyjętych przez nas założeń są trudności związane z oszacowaniem, w jakim stopniu producenci paliw uwzględnią opłatę drogową w finalnej cenie paliwa. Możliwy jest scenariusz, w którym koncerny paliwowe kontrolowane przez Skarb Państwa (PKN Orlen, Lotos) będą prowadziły strategię mającą na celu trwałe zwiększenie udziału w rynku. W tym celu mogą one opóźnić podwyżki cen paliw lub wprowadzać je stopniowo. W takim scenariuszu wpływ opłaty drogowej na wzrost inflacji będzie odpowiednio mniejszy i bardziej rozłożony w czasie.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej pozytywne dla złotego

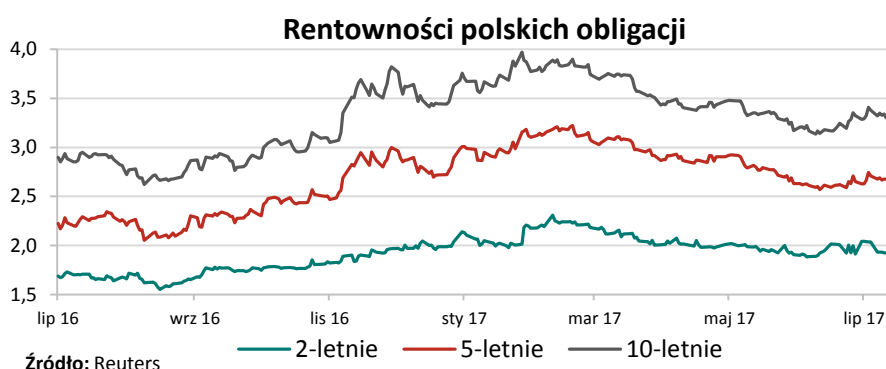


wzrost prawdopodobieństwa wolniejszego od oczekiwań rynków tempa normalizacji polityki monetarnej w USA w 2018 r. Krajowe dane o inflacji i bilansie płatniczym były neutralne dla kursu polskiej waluty.

Uważamy, że opublikowane dzisiaj dobre dane z Chin będą oddziaływały w kierunku poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu i wzrostu apetytu na ryzyko, a tym samym umocnienia walut rynków wschodzących, w tym złotego. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekiwana przez nas zmiana nastawienia EBC na bardziej neutralne będzie oddziaływała w kierunku lekkiego osłabienia kursu polskiej waluty. Istotna dla złotego będzie także przewidziana na środę publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Uważamy, że w przypadku realizacji naszych prognoz sumaryczny wpływ danych będzie lekko pozytywny dla kursu polskiej waluty. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie oraz przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz dane z USA (rozpoczęte budowy domów, pozwolenia na budowę, indeksy Philadelphia FED oraz NY Empire State) będą miały ograniczony wpływ na rynek.

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2030 (umocnienie złotego o 0,7%). Przez cały ubiegły tydzień złoty oraz inne waluty regionu znajdowały się w trendzie aprecjacyjnym w ślad za spadkiem globalnej awersji do ryzyka. Czynnikiem oddziałującym w kierunku ich umocnienia były również gołębie wypowiedzi szefowej FED J. Yellen przed Kongresem, które wskazały na

Posiedzenie EBC w centrum uwagi polskiego rynku długu



tygodnie temu (por. MAKROMAPA z 10.07.2017). We wtorek na otwarciu doszło do wzrostu rentowności polskich obligacji, co częściowo wynikało z podwyższonej niepewności na rynku w oczekiwaniu na wystąpienie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem. Jej gołębie wypowiedzi w dalszej części tygodnia oddziaływały w kierunku wzrostu apetytu na ryzykowne aktywa, a w konsekwencji spadku rentowności polskich obligacji. Krajowe dane o inflacji i bilansie płatniczym miały ograniczony wpływ na rynek.

W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,924 (spadek o 11pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,676 (spadek o 3pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 3,303 (spadek o 8pb). W poniedziałek na otwarciu ceny polskiego długu zyskiwały w ślad za obligacjami niemieckimi. Była to korekta po silnym spadku ich cen dwa

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekiwana przez nas zmiana nastawienia EBC na bardziej neutralne będzie w naszej ocenie negatywna dla cen polskiego długu. Do obniżenia cen polskiego długu może przyczynić się także

przewidziana na środę publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Pozostałe krajowe dane (zatrudnienie oraz przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw) oraz dane z USA (rozpoczęte budowy domów, pozwolenia na budowę, indeksy Philadelphia FED oraz NY Empire State) będą naszym zdaniem neutralne dla polskiego rynku długu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,38	4,35	4,36	4,29	4,31	4,45	4,40	4,32	4,31	4,23	4,23	4,18	4,23	4,21
Kurs USDPLN*	3,94	3,90	3,91	3,82	3,92	4,20	4,18	4,00	4,07	3,97	3,88	3,72	3,70	3,72
Kurs CHFPLN*	4,04	4,02	3,97	3,93	3,96	4,13	4,11	4,04	4,05	3,96	3,90	3,84	3,86	3,85
Inflacja CPI (r/r, %)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,2	2,2	9,1	1,1	11,0	-0,6	9,1		4,3
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,5		2,2
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4		6,7
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4		4,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5		4,3
Stopa bezrobocia rej.* (%)	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4		7,1
Saldo ROB (mln EUR)	-723	-503	-729	-858	172	99	-219	2342	-599	-529	-160	-179		
Eksport (r/r, % EUR)	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,6	5,7	5,1	14,3	5,7	15,1	1,4	14,5		
Import (r/r, % EUR)	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,0	8,9	16,8	3,3	19,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2017				2018				2016	2017	2018	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,0	3,9	4,1	4,1	3,4	3,8	3,6	3,9	2,7	4,0	3,7	
Konsumpcja (% r/r)	4,7	4,2	3,2	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,8	3,8	3,2	
Inwestycje (% r/r)	-0,4	3,9	6,1	8,2	8,8	6,8	5,2	4,1	-7,9	5,4	5,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	8,3	8,5	9,6	10,1	8,1	7,2	8,8	8,9	9,0	9,1	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	8,7	9,4	10,6	11,7	10,1	9,1	8,1	7,9	8,9	10,1	8,8	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	3,0	2,5	1,9	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6	2,3	2,2	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,0	0,6	1,1	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	-1,6	1,0	1,0
	Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,6	0,7	0,3	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących***	0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	-0,2	-0,5	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	8,1	7,1	7,0	7,3	7,6	6,8	6,6	7,3	8,3	7,3	7,3	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,1	1,5	1,3	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	1,9	1,4	0,0	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,1	4,4	4,9	4,6	4,9	5,2	5,4	5,5	3,8	4,5	5,2	
Inflacja CPI (%)*	2,0	1,8	2,0	1,9	1,3	1,6	1,3	1,3	-0,6	1,9	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,90	1,98	1,73	1,73	1,98	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,75	
EURPLN**	4,23	4,23	4,18	4,16	4,15	4,12	4,10	4,07	4,40	4,16	4,07	
USDPLN**	3,97	3,70	3,77	3,71	3,71	3,61	3,50	3,45	4,18	3,71	3,45	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 17.07.2017r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	10,7	10,4	10,6
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	6,5	6,7	6,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	8,6	8,6	8,5
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,3	1,3	1,3
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	19,8	16,0	15,0
:	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	6,9	6,8	6,8
Wtorek 18.07.2017r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	18,6		18,0
14:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	4,5	4,3	4,3
14:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	5,4	4,9	5,0
Środa 19.07.2017r.						
14:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	8,4	6,7	6,9
14:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	2,5	2,2	2,2
14:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	9,1	4,3	3,8
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1092	1170	1150
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1168	1220	1200
Czwartek 20.07.2017r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	22,0		
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	248		245
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	27,6	30,0	24,7
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-1,3		-1,1
Piątek 21.07.2017r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	6,2	6,1	6,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters